

BANCO CENTRAL DEL URUGUAY

BOLETIN DE POLITICA MONETARIA

PRIMER TRIMESTRE DE 2003

CONTENIDO DEL INFORME

1. Principales lineamientos de la política monetaria.
2. La base monetaria en el primer trimestre del 2003.
3. La revisión de las metas monetarias.

SINTESIS

- En el primer trimestre del 2003 se cumplió con la meta de Base Monetaria.
- En dicho período la demanda real de dinero se ubicó sustancialmente por encima de las proyecciones.
- Las metas monetarias para los próximos cuatro trimestres han sido revisadas al alza recogiendo los cambios producidos a nivel doméstico y en el contexto regional.

Principales lineamientos de la política monetaria

La política monetaria implementada por el Banco Central del Uruguay apunta a ubicar la variación del nivel general de precios en un rango compatible con el programa financiero del Gobierno.

En un marco de régimen de tipo de cambio flotante, como el vigente en Uruguay desde fines de junio de 2002, las alternativas de política monetaria disponibles son de tasas de interés o de agregados monetarios. Considerando que algunas características de la economía nacional, en particular el alto grado de dolarización, imprimen a la tasa de interés en moneda nacional características que la desaconsejan como instrumento de política monetaria, el BCU ha optado por una política de agregados monetarios.

En efecto, la Base Monetaria (BM), en un marco como el actual, se constituye en el objetivo intermedio operacional sobre el cual ejerce el control el Banco Central. La evolución de la BM, a través del mecanismo multiplicador determinará básicamente la trayectoria del M1, y por esta vía afectará la evolución de los precios, dado el comportamiento de la demanda real de dinero.

Considerando los objetivos de la política monetaria la definición de BM debe caracterizarse por la exogeneidad, al tiempo que debe asegurar el mantenimiento de una relación estable y, por ende, predecible con el agregado monetario M1. Estos motivos se traducen en la adopción de la siguiente definición de BM:

$$BM = \text{Circulante en poder del público} + \text{Encajes bancarios} + \text{Otros depósitos vista y plazo en moneda nacional en el BCU}^1 - \text{Encaje obligatorio por las Cuentas en moneda nacional del GC y BPS en el BROU}$$

Esta definición asegura la exogeneidad en tanto que al incluir todos los depósitos en moneda nacional evita que decisiones de portafolio de algunos agentes afecten el nivel de la variable objetivo, quedando este nivel bajo el control del BCU. Con vistas a la estabilidad de la variable objetivo es que en la definición se deducen los encajes del BROU en el BCU por las cuentas del Gobierno y el BPS, cuyos movimientos son previsibles y neutralizables y cuya inclusión alteraría el multiplicador.

¹ No incluye depósitos en moneda nacional de GC y BPS en el BCU.

En un contexto de tipo de cambio flotante el BCU ha optado por una política de agregados monetarios.

Objetivo intermedio operacional de la política monetaria la Base Monetaria.

• Definición de BM funcional a los objetivos de política.

PASOS EN LA INSTRUMENTACION DE LA POLÍTICA:

Estimación de la BM consistente con la evolución de precios programada.

Estimación de la oferta monetaria y la brecha entre oferta y demanda.

Estimación y seguimiento diario de la mencionada brecha.

Para la determinación de la meta trimestral de BM se parte de la estimación del agregado monetario M1, en función del contexto macroeconómico proyectado para el 2003, sobre una base trimestral. La meta surge de aplicar a dicho agregado el multiplicador monetario, el cual depende de varios factores que involucran las preferencias del público, el comportamiento de las instituciones bancarias y la relación entre los saldos a fin de mes y promedio del circulante y los depósitos vista.

Una vez determinada la meta de BM, se estima, para el mismo período, la incidencia de los distintos factores que determinan la expansión o contracción de la oferta monetaria, definiendo entonces la aplicación más conveniente de los instrumentos de política que cierran la brecha entre ambas estimaciones.

Finalmente se estima la senda diaria de BM consistente con el objetivo trimestral y la senda diaria de generación o contracción de oferta monetaria. A nivel operativo los servicios del BCU realizan un seguimiento diario de la evolución de ambas variables, con el objetivo de analizar la introducción de medidas de política.

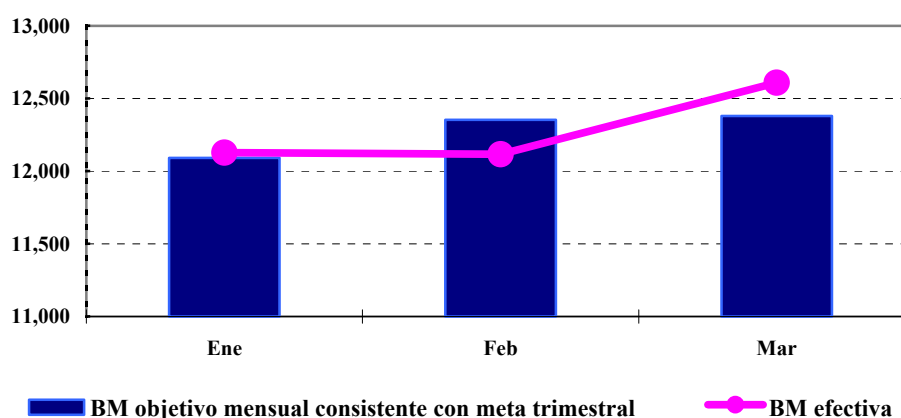
Evolución durante el primer trimestre de 2003

La base monetaria promedio

La base monetaria evolucionó durante el primer trimestre del 2003 en línea con la meta oportunamente fijada por el BCU. En efecto, el saldo promedio de la base monetaria durante el pasado trimestre alcanzó \$ 12.290 millones, cifra que resulta 0,1% superior al objetivo fijado para el período.

BASE MONETARIA EFECTIVA Y OBJETIVO

Promedio mensual, en millones de pesos



En el primer trimestre de 2003 se cumplió con la meta de BM.

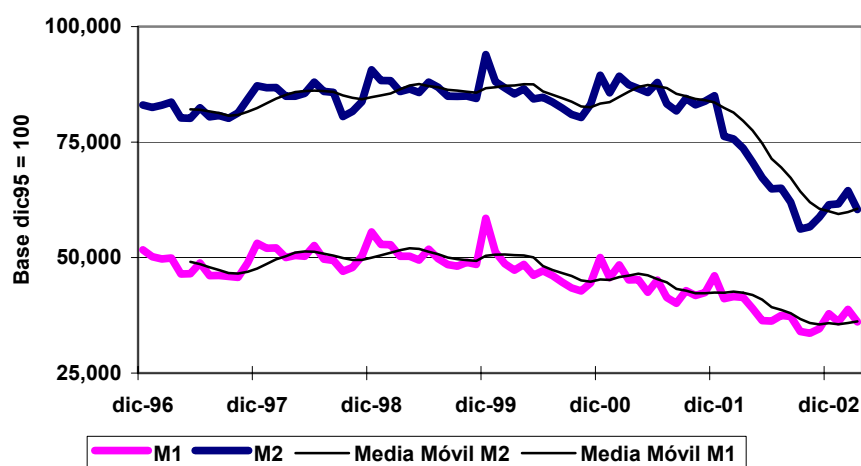
Variables nominales en línea con las proyecciones.

Si bien las variables monetarias nominales, tanto BM como M1, estuvieron en línea con las proyecciones, se observó un aumento sustancial de la demanda de dinero real.

El aumento de la demanda por M1, en términos reales, supera las proyecciones realizadas. Este crecimiento no parece estar vinculado a la evolución del nivel de actividad –para la cual no se dispone aún de la información cerrada–, sino que básicamente responde al aumento de la incertidumbre a fines de enero y febrero. En efecto, la mayor incertidumbre producida por la crisis bancaria en enero y la liquidación del Banco de Crédito en febrero, determinaron que el nivel de M1 resultara sustancialmente superior al esperable en condiciones normales, distorsionando dos de los tres valores que se toman para la medición de M1.

DEMANDA DE DINERO

En términos reales



Demanda de M1, en términos reales habría aumentado 3.8% en el primer trimestre. También se habría procesado un aumento del agregado monetario M2.

La oferta monetaria

Como puede observarse en el siguiente cuadro la oferta de base monetaria se contrajo \$ 293 millones en el transcurso del trimestre, básicamente debido a las ventas netas de moneda extranjera realizadas por el BCU. En efecto, el BCU al recomprarse en el mercado interbancario por U\$S 115 millones de los U\$S 156 millones que vendió al Gobierno Central determinó una contracción de la oferta monetaria de \$ 1.170 millones.

Por el contrario, el financiamiento brindado por el BCU al Gobierno Central, a través de la compra de Letras de Tesorería por \$ 865 millones, así como la reducción de las disponibilidades del Gobierno Central operaron como factores expansivos de la oferta monetaria. El resto de los factores que inciden en la evolución de la oferta monetaria, básicamente resultado del BCU, asistencia al

La oferta monetaria se redujo \$ 293 millones en el trimestre. Principal factor contractivo: ventas netas de divisas del BCU.

Factores expansivos: financiamiento del BCU al Gobierno y la utilización de disponibilidades del Gobierno.

sistema financiero y otros, tuvieron un efecto contractivo, aunque de poca significación.

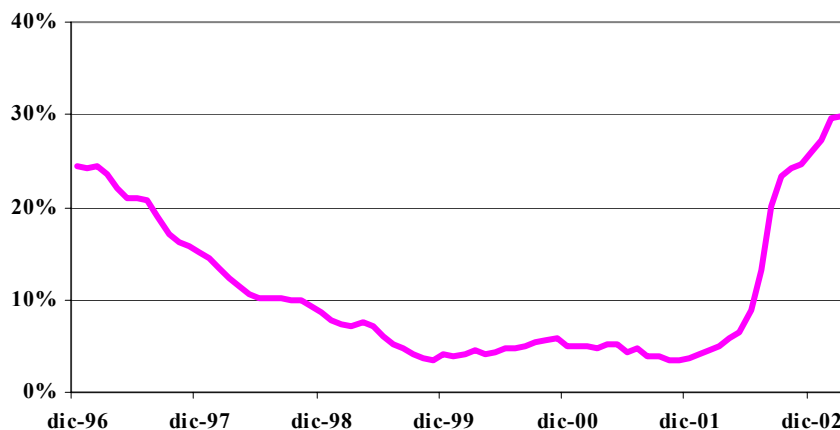
El manejo de las disponibilidades en moneda nacional del Gobierno Central se reflejó en una expansión de la oferta monetaria debido a que la contracción resultante del financiamiento a través de la colocación neta de letras de tesorería y el superávit primario generado en el primer trimestre fueron insuficientes para compensar el aumento de la oferta producido por las compras netas de divisas y el pago de intereses sobre los títulos que vencieron en el período.

FACTORES DE VARIACIÓN DE LA BASE MONETARIA	
Flujos en millones de pesos	
1. Compras netas de moneda extranjera	-1,170
Al Sistema Financiero	3,266
Al Gobierno Central	-4,436
2. Crédito neto al Sistema Financiero	-94
3. Crédito al Gobierno	865
Bonos y Letras en moneda nacional	865
Otros	0
4. Utilización de las disponibilidades del GC-BPS en moneda nacional	207
Amortización neta de bonos y letras de tesorería	-4,233
Intereses sobre bonos y letras en moneda nacional	737
Compras netas de moneda extranjera	4,436
Otros	-732
5. Déficit del BCU en moneda nacional	17
6. Instrumentos de Regulación Monetaria	0
Letras de Regulación Monetaria	0
REPOS	0
7. Otros	-119
VARIACIÓN TOTAL DE LA BM	-293

La inflación doce meses se ubicó en 28.51% al cierre del mes de marzo.

Con relación al objetivo final, la evolución de los precios, los mismos se incrementaron 4.53% en el primer trimestre, alcanzando 28.51% la inflación doce meses al cierre de marzo. Esta evolución de los precios se encuentra por debajo de los valores esperados debido al aumento que experimentó la demanda real de dinero.

INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO Variación últimos 12 meses



Reducción de las tasas de interés en moneda nacional.

En un marco de inflación controlada y expectativas que paulatinamente se han ido alineando, las tasas de interés evolucionaron consistentemente a la baja. A vía de ejemplo puede observarse las tasas de interés pagadas sobre las letras de tesorería en moneda nacional que se redujeron casi 1500 puntos básicos, pasando de una tasa promedio de 68.2% en diciembre a 54.3% en marzo.

Las proyecciones monetarias

Las metas para los próximos doce meses:

Al cierre de cada trimestre el BCU evalúa la performance de la política aplicada. En función de este análisis, así como de la consideración del contexto macroeconómico esperado a la luz de la última información disponible, se evalúan las estimaciones monetarias vigentes para los próximos trimestres, incorporando uno para completar el período anual.

La evaluación del comportamiento observado en el primer trimestre del año ha conducido a revisar las metas monetarias para el resto del año. En este contexto se revisaron al alza las metas monetarias originalmente planteadas, manteniendo la

Revisión trimestral de las metas monetarias: considera cambios en el contexto macroeconómico.

performance de los precios que ubica la inflación doce meses en un rango entre 20 y 24% al cierre de marzo de 2004.

Si bien existen riesgos asociados a los supuestos implícitos en la proyección y a eventuales condiciones de expectativas que induzcan a cambios en el portafolio de los agentes, la autoridad monetaria evaluará en forma continua, tal como hasta la fecha lo ha venido haciendo, las condiciones del mercado monetario.

Resultado de la
revisión: aumento de
las metas de BM.

METAS DE BASE MONETARIA		
Promedios trimestrales en millones de \$		
	Revisada	Original
I.2003		12,275
II.2003	12,400	11,984
III.2003	12,735	12,295
IV.2003	13,689	13,166
I.2004	14,978	